

# 日本経済見通し

—世界経済けん引役への期待の一方、2015年度は正念場に—

調査部

## 目 次

### 1. 現 状

### 2. 外 需

- (1) 海外景気
- (2) 円安による輸出押し上げ効果

### 3. 政 策

- (1) 消費税率引き上げの影響
- (2) 消費税率引き上げに伴う対策

### 4. 内 需

- (1) 企業部門
- (2) 家計部門
- (3) 自律回復力の力強さ
- (4) カギは期待成長率

### 5. 物 価

### 6. 総 括

- (1) 緩やかな成長が持続
- (2) 景気下振れリスク
- (3) 官とともに求められる民の改革と実行力

## 要 約

1. わが国景気は、回復ペースが一時的に鈍化したものの、消費税率引き上げ前の駆け込みもあり、内需のけん引力が高まる方向。今後は、政策効果が減衰するなか、自律回復メカニズムが力強く回転していくか否かが焦点に。
2. 外需は、堅調なアメリカ景気がわが国輸出の下支え要因となる見込み。円安による輸出押し上げ効果は、①新興国企業の攻勢による電気機械などでの市場シェアの喪失、②企業の生産拠点の海外シフト、などを背景に過大な期待はできず。
3. 内需は、消費税率引き上げが景気を下押しするものの、経済対策や自律回復メカニズムの作動で景気腰折れは回避。設備投資は、収益環境の改善や設備老朽化を背景に増勢が定着するほか、家計の所得環境も雇用・賃金の改善により回復が続く見通し。もっとも、①低い設備稼働率、②雇用のミスマッチ、③企業のベア慎重姿勢、など脆弱な面も。本格的な自律回復には、企業が期待成長率の上昇を通じて「持続的な成長」を確信することが不可欠。
4. 物価は、景気回復により需給バランスが改善するなか、前年比プラスでの推移が定着する見込み。もっとも、足許の物価上昇は円安に起因する面も否めず。円安要因がはく落する2014年入り後は上昇ペースの大幅な加速は見込みにくく、日銀の物価目標の達成は困難。
5. 以上の結果、2013年度の実質成長率は、アベノミクスによる内需の押し上げで+2%台半ばの高めの成長に。2014年度は消費税率引き上げ直後に反動減が生じるものの、官公需の下支えと外需の回復がプラスに作用、2015年度は政策効果のはく落で官公需が減少する一方、民需と外需が底堅く推移し、ともに+1%程度の成長を達成する見通し。
6. わが国は、自律回復力の高まりにより、2度の消費税率引き上げによる下押し圧力は吸収可能。もっとも、外的ショックによる下振れのリスクは残存。財政出動の余力に限られるなか、政府による成長戦略の取り組みは急務で、①法人減税や規制改革の着実な実行、②雇用改革を通じた家計への所得分配促進、③中小企業へのさらなる支援、などが必要。企業自身においても将来を見越した自己改革を進めることが重要。

## 1. 現 状

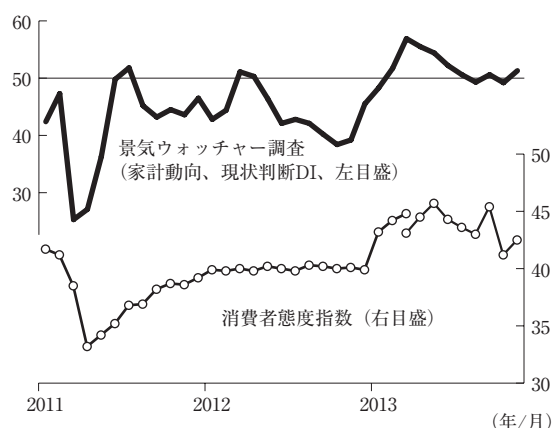
わが国経済は、2012年末を底に前期比年率+4%前後のハイペースでの回復傾向が続いていたものの、夏場には回復ペースが鈍化した。景気の回復ペース鈍化の背景として、以下2点を指摘できる。

第1に、個人消費の増勢鈍化である。消費の押し上げに作用していた景況感や消費者マインドの改善には一服感がみられる。景気ウォッチャー調査の家計動向関連は2013年3月をピークに足許ではよし悪しの判断の分かれ目となる50を挟んで一進一退の推移となっているほか、消費者態度指数も弱含んで推移している（図表1）。形態別の消費動向をみると、耐久消費財などは消費税率引き上げ前の駆け込みもあり底堅く推移したものの、サービス消費や非耐久消費財で勢いが鈍化した。

第2に、外需の減少である。まず、輸出はアジアを中心とする海外景気の減速を受けて、春以降弱含んで推移する一方、輸入はエネルギー関連の高止まりや、堅調な内需を背景に増勢が続いている（図表2）。円相場下落に伴う輸入価格の上昇もあって、貿易収支は、2011年の震災以降の赤字が拡大傾向をたどっており、黒字転換の兆しはみえていない。

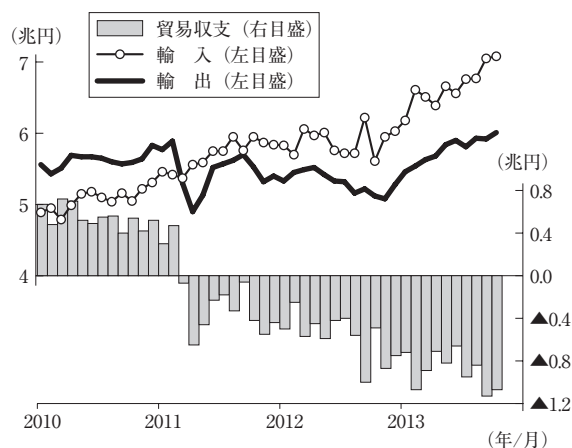
こうした状況を受けて、7～9月期の実質GDPは、前期比年率+1.1%と4四半期連続のプラス成長

（図表1）家計動向関連景気ウォッチャー調査と消費者態度指数（季調値）



（資料）内閣府  
（注）消費者態度指数は、2013年3月分より調査方法を「訪問調査」から「郵送調査」に変更。

（図表2）貿易収支（季調値）

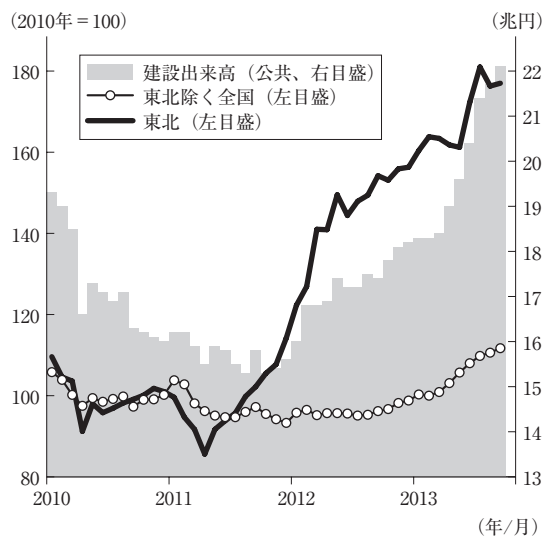


（資料）財務省

となったものの、+3%超の成長となった2013年前半と比べると成長ペースが大きく鈍化した。

もっとも、足許の内需を取り巻く環境を踏まえると、こうした景気回復ペースの鈍化は一時的とみられる。第1に、公共投資では震災からの復旧・復興に向けた動きが続いているほか、2月に成立した緊急経済対策の執行も順次着工・進捗している（図表3）。第2に、回復が遅れていた企業部門において、収益環境が改善し、企業の景況感や投資マインドが前向きになるなか、設備投資の先行指標である機械受注や民間非居住建築着工床面積も増勢が明確化し、自律回復に向けた動きが作動しつつある（図表4）。第3に、2014年4月に消費税率の引き上げが実施されるため、それを前に個人消費で駆け込み需要が本格化すると見込まれる。こうした状況を踏まえれば、今年度下期は再び成長ペースが加速する見通しである。

(図表3) 建設出来高(季調値)



(資料) 国土交通省を基に日本総合研究所作成  
 (注) 地域別の建設出来高は、民間建築なども含む総合ベースに季節調整をして指数化。

物価については、10月の消費者物価指数(生鮮食品除く総合)が前年比+0.9%と、2013年6月にプラスに転じて以降、5カ月連続の上昇となっている(図表5)。変動の激しい食料(酒類を除く)・エネルギーを除くベースでも同+0.3%と2008年10月以来のプラスに転じた。日銀の大胆な金融緩和は物価上昇に作用しており、デフレ脱却に向けて着実に前進している。

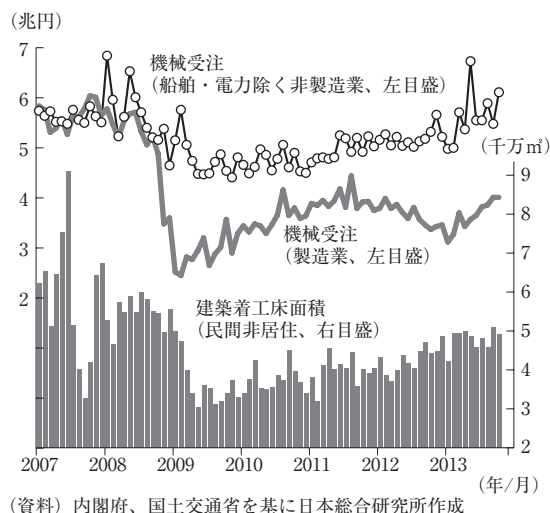
以上のように、わが国景気は、足許でやや減速感はあるものの、内需の景気けん引力は高まる方向にあり、デフレ脱却に向けた動きが進展している。

もっとも、アベノミクス始動後景気をけん引してきた政策効果はこの先徐々に減衰していく。そのため、今後わが国景気を見通すにあたっては、景気の「自律回復メカニズム」が力強く回転するかが焦点となってくる。そこで以下では、2013年度から2015年度のわが国景気について、外需の景気けん引力と内需の自律回復力、およびデフレ脱却に向けた課題を中心に考察する。

## 2. 外需

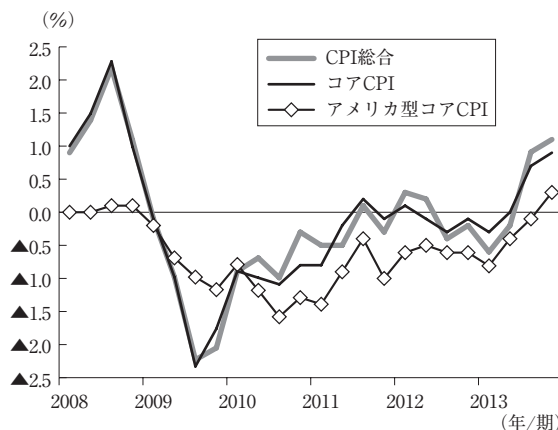
外需は、2013年7~9月期の純輸出のGDP寄与度が3四半期ぶりにマイナスに転じるなど、わが国景気の不安要素の一つである。以下では、輸出動向について、海外景気と円安による輸出押し上げ効果のそれぞれの面から考察し、先行きを見通す。

(図表4) 機械受注と建築着工床面積(年率、季調値)



(資料) 内閣府、国土交通省を基に日本総合研究所作成

(図表5) 消費者物価指数(前年比)



(資料) 総務省  
 (注1) コアCPIは生鮮食品を除くベース。アメリカ型コアCPIは食料(酒類を除く)およびエネルギーを除くベース。  
 (注2) 直近は2013年10月の実績値。

(1) 海外景気

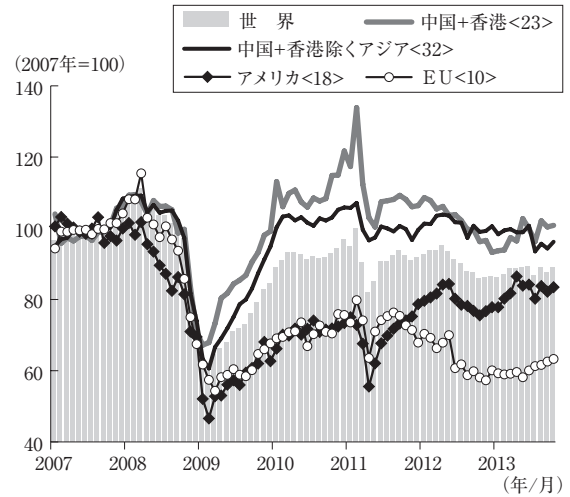
実質輸出を国別で見ると、欧州向けが2013年前半を底に緩やかに回復している一方、最大の輸出先である中国向けは足許一進一退で推移しているほか、中国を除くアジア向けは2013年後半に水準が一段と低下している（図表6）。加えて、これまで輸出の下支え役となっていたアメリカ向けも増勢が一服し、全体としては弱含んで推移している。

もっとも、主要輸出先であるアメリカ、欧州、中国の景気動向を端的に示す製造業PMIをみると、景気低迷が長引いていた欧州も含めて、いずれも景気の良し悪しの判断の分かれ目となる50を超える水準に上昇しており、今後は景気の持ち直しが見込まれる（図表7）。国別で詳細にみると、ア

メリカでは、財政政策を巡る先行き不透明感が、景気下押し要因として懸念されるものの、債務調整の進展や住宅市場の改善を背景に、家計部門を中心に底堅い成長が続く見通しである（図表8）。欧州では、フランスや南欧諸国の内需低迷が景気下押しに作用するものの、ドイツの景気回復明確化により2014年以降は低成長ながらもプラス成長となる見通しである。中国では、過剰設備などの問題を抱えているものの、潜在成長率が+7%台半ばとみられるなか、成長率+7%割れは回避するとみられ、景気が大幅に下振れる公算は小さい。その他新興国については、資金流出リスクを抱えやや不安が残るものの、大幅な失速は回避される見込みである。

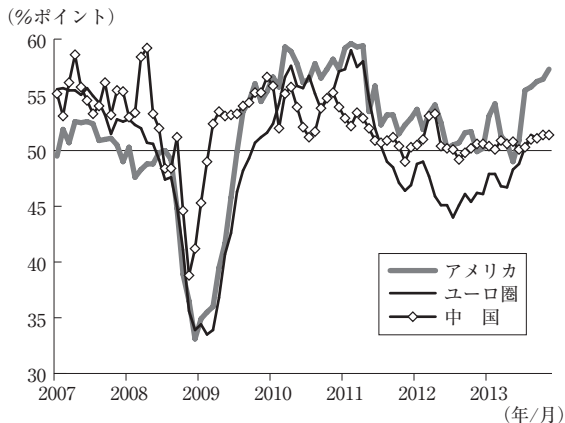
以上を踏まえると、世界経済は、2013年は減速感が強まったものの、2014年以降成長率が再び上向くと見込まれ、わが国輸出への下押し圧力も薄れていく見通しである。

(図表6) 実質輸出 (季調値)



(資料) 財務省、日本銀行を基に日本総合研究所作成  
(注) < > は2012年度のシェア。

(図表7) 米欧中の製造業PMI (季調値)



(資料) Institute for Supply Management, Markit, 中国物流購入連合会

(図表8) 世界経済の見通し (暦年)

	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)	2015年 (予測)
世界計	3.2	2.9	3.6	3.9
先進国	1.4	1.1	1.9	2.1
アメリカ	2.8	1.8	2.7	3.0
ユーロ圏	▲0.7	▲0.5	0.7	1.0
日本	1.4	1.7	1.6	1.1
新興国	4.8	4.5	5.1	5.3
BRICs	5.7	5.6	6.1	6.2
中国	7.7	7.7	7.7	7.5
インド	3.8	3.6	4.7	5.3
NIEs	1.7	2.7	3.5	3.7
ASEAN5	6.3	5.3	5.7	5.4

(資料) 各国統計、IMF統計等を基に日本総合研究所作成  
(注1) 「世界」189カ国。「先進国」は、日本・アメリカ・ユーロ圏(17カ国)のほか、イギリス・オーストラリア・カナダなど27カ国。「先進国」以外を「新興国」とした。  
(注2) 地域は購買力平価ベース。  
(注3) インドは支出サイド。

## (2) 円安による輸出押し上げ効果

加えて、輸出の押し上げ要因として、日銀の金融緩和を背景とするこれまでの円安が、輸出数量を押し上げることが期待される。総合的な円の為替動向を示す実質実効為替レートは、2013年入り後10月までに前年と比べて約▲2割下落した。過去の実質実効為替レートと輸出数量の関係を踏まえると、今回の円相場下落によって、輸出数量は+5.4%ポイント押し上げられると試算される(図表9)。

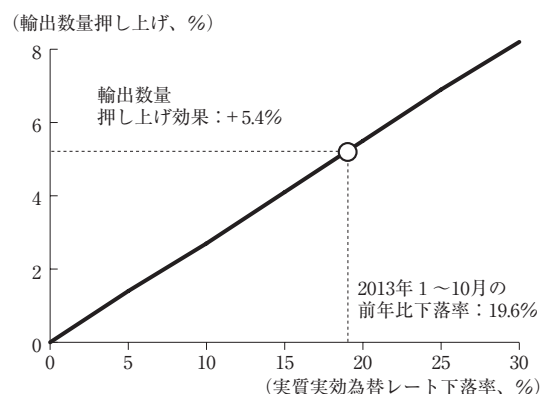
もっとも、実際の輸出数量の動きをみると、数量の押し上げ効果はほとんど表れていない。そこで、過去の円安局面における日銀の輸出物価指数(契約通貨ベース)の動きをみると、2000年代前半までの円安局面では、円相場下落に伴い、企業は外貨建て輸出価格を引き下げ、世界市場における価格面での優位性を武器に、売上数量を伸ばしたと考えられる(図表10)。一方、2000年代後半以降の円安局面では、円相場が下落しても、企業は外貨建て輸出価格を従来ほど引き下げておらず、こうした動きが輸出数量を押し上げる力を低下させている可能性がある。

さらに、以下2点を要因として、輸出の数量押し上げ効果に過大な期待はできなくなっている。

第1に、「市場シェア喪失要因」である。2000年代に入って、中国や韓国などアジア新興国は、スマートフォンやデジタル家電分野などで、技術面でのキャッチアップと低価格販売攻勢によりシェアを急拡大した。一方、わが国の電気機械産業は、とりわけリーマン・ショック以降、円高や構造改革の遅れなどが重石となって市場シェアを喪失し、一部分野から撤退する状況に至った。ちなみに、輸出競争力を測る指標の一つである「貿易特化係数」をみると、通信機(スマートフォンなど)や音響映像機器(薄型テレビなど)の輸出競争力の低下が顕著となっている(図表11)。

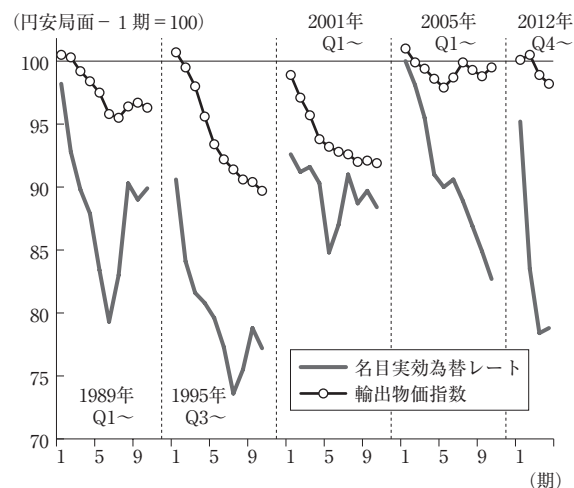
第2に、「海外シフト要因」である。わが国企業は、新興国の旺盛な需要を積極的に取り込むべく、生産拠点の海外シフトを推進し、企業内貿易や現地調達比率を高める方向で国際分業体制を構築している。現地法人の売上高は、2008年のリーマン・ショックや2011年の東日本大震災などで落ち込んだものの、わが国からの輸出と比べると相対的な存在感は高まっており、企業が海外生産を積極化している様

(図表9) 円安による輸出数量押し上げ効果(試算)



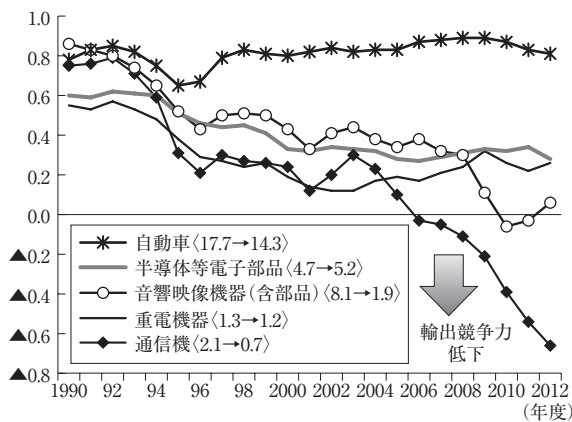
(資料) 財務省、日本銀行、IMFを基に日本総合研究所作成  
(注) 輸出数量の推計式は、 $\ln(\text{輸出数量}) = \alpha + \beta * \ln(\text{世界GDP}) + \gamma * \ln(\text{実質実効為替レート})$ 。自由度修正済みR<sup>2</sup>=0.88。  
t値 2.23 12.82  
▲2.24

(図表10) 円安局面における為替レートと契約通貨ベースの輸出物価指数



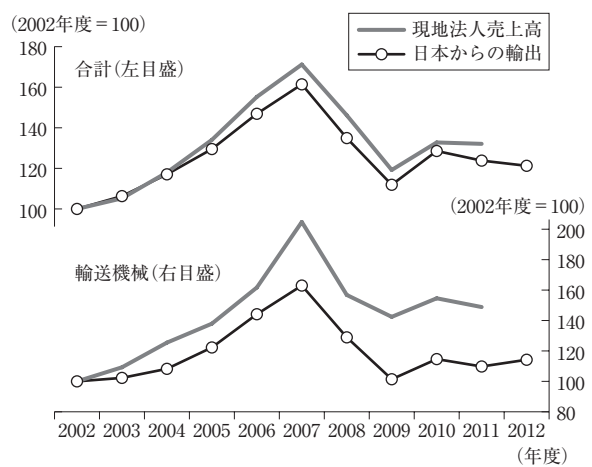
(資料) 日本銀行

(図表11) 自動車、電気機器の貿易特化係数



(資料) 財務省を基に日本総合研究所作成  
 (注1) 貿易特化係数=(輸出-輸入)/(輸出+輸入)で算出され、1に近いほど海外に対する輸出競争力が高いとされる。  
 (注2) 〈 〉内は1990年度→2012年度の輸出額シェア変化。

(図表12) 現地法人売上高と輸出



(資料) 内閣府、財務省

子がみとれる(図表12)。とりわけ、わが国輸出の柱である輸送機械はこうした特徴が顕著である。

このように、わが国では2000年代に入って、輸出構造や企業の経営姿勢に変化が生じている。そのため、円安による輸出数量押し上げ効果は、これまでと比べて控えめにみておく必要があるといえよう。以上、海外景気と円安による輸出押し上げ効果の考察を踏まえると、輸出は先行き持ち直していくものの、回復ペースは緩やかにとどまる見込みである。

### 3. 政策

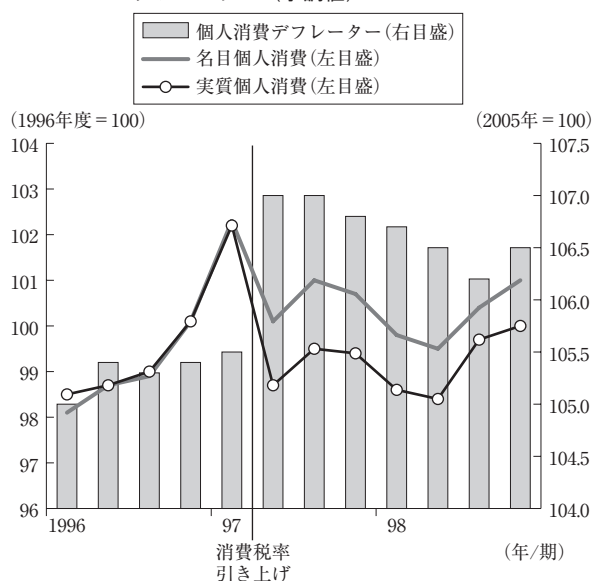
外需に力強い景気のけん引力を期待できないなか、内需が景気の行方を左右する。このうち、消費税率の引き上げが内需の大きな変動要因となる一方、政府は、消費税率引き上げが景気の腰折れにつながらないように、景気対策の策定を決定している。そこで以下では、消費税率引き上げや経済対策といった政策面が景気に与える影響を考察する。

#### (1) 消費税率引き上げの影響

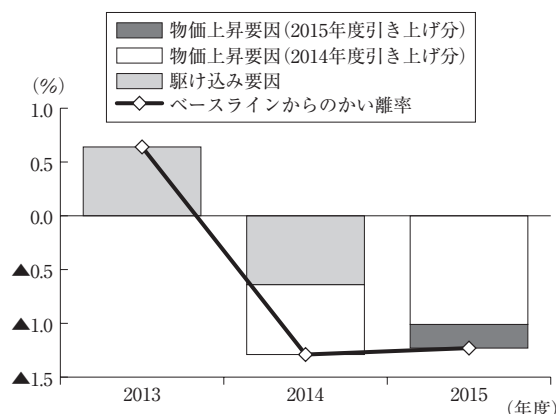
消費税率引き上げは、直前に駆け込み需要を喚起する一方、引き上げ後の反動減が避けられない。前回1997年の消費税率引き上げ時には、実質個人消費が引き上げ直前の1～3月期に前期比年率+8.9%と急伸した一方で、引き上げ直後の4～6月期は同▲13.2%と大幅に減少した。今回の引き上げでも、2014年1～3月期は駆け込みによりGDPが大きく押し上げられる一方、個人消費を中心に駆け込み需要の反動減が2014年4月以降生じるとみられ、2014年度の景気下押し要因となる。加えて、消費税率の引き上げは、物価上昇による家計の購買力低下を通じて、実質ベースでの個人消費を押し下げることにもつながる(図表13)。

さらに、2015年10月の消費税率の再引き上げが予定通り実施されれば、マイナス影響は2015年度以降も続くこととなる。ちなみに、今後2度の消費税率引き上げによる実質GDPへの影響をマクロモデルで試算したところ、2013年度は駆け込み需要により個人消費を中心に+0.6%ポイント押し上げられる

(図表13) 1997年消費税率引き上げ前後の個人消費とデフレーター（季調値）



(図表14) 消費税率引き上げに伴う影響（試算）



ものの、2014年度は駆け込みの反動減と物価上昇による購買力の低下で、消費税率の引き上げがない場合と比べて▲1.3%ポイントの下振れインパクトとなる（図表14）。2015年度は、引き上げが年度途中のため、駆け込み需要と反動減が同年度中に相殺されるが、物価上昇による家計の購買力低下は、①2015年の税率引き上げによる物価上昇の影響、②2014年の税率引き上げによる物価上昇の2年目の影響、の2つが重なる結果、▲1.2%ポイントの下振れインパクトとなる。

年度ごとにみると、2013年度は成長率が+0.6%ポイント押し上げられる一方、2014年度は▲1.9%ポイント（▲1.3-0.6）と大きく押し下げられることになる。2015年度については成長率に対してほぼ中立的（▲1.2-▲1.3）となる。

## (2) 消費税率引き上げに伴う対策

このように、消費税率の引き上げが景気の下押しに作用することが見込まれるなか、政府は景気の腰折れを回避するために5.5兆円の財政支出を伴う経済対策と、1兆円規模の減税措置などを閣議決定した（図表15）。これまでに判明しているこれら対応策の内容を踏まえると、インフラ整備や震災復興事業などが公共投資を押し上げるほか、投資減税や復興特別法人税の廃止といった企業向け減税や低所得者向け現金給付などの家計向け支援が、設備投資や個人消費などを喚起すると見込まれ、2014年度の実質GDPを+0.8%ポイント押し上げると試算される。

もっとも、経済対策の柱として位置付けられる公共投資においては、東日本大震災からの復旧・復興活動に伴うヒトやモノのボトルネックが懸念される。このうち、ヒトのボトルネックについては、建設業の生産性（一人当たり生産額）の上昇により、震災以降の公共投資の急増にも対応できると考えられる。今後も、建設業の就業者数が横ばいで推移するとの仮定のもと、建設業生産性が2014年度末にかけて直近1年の平均ペースで上昇した場合、公共投資は足許から+5兆円程度の上積みが可能と試算され、



(図表15) 消費税率引き上げに伴う対応策とその効果(試算)

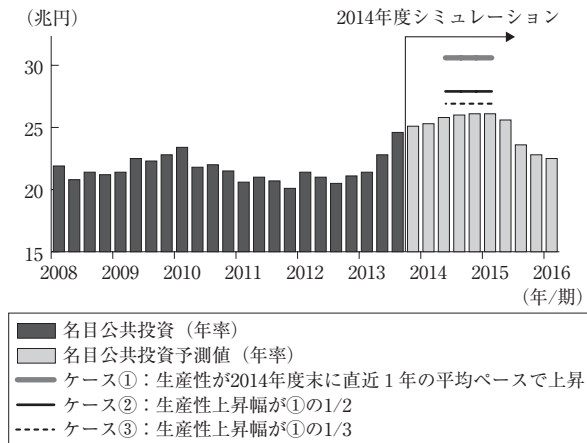
対応策の中身	(兆円)	景気押し上げ効果		
		実質GDP 寄与度	2014年度前年比	
			加味前	加味後
【競争力強化策】	1.42	+0.76	+0.2	→ +0.9
五輪関連インフラ整備	0.10			
【若者・高齢者向け施策】	0.30			
五輪関連インフラ整備	0.10			
【復興、防災・安全対策】	3.13	+0.2	+3.5	→ +4.5
震災からの復旧・復興	1.93			
国土強靱化、防災・減災	1.09			
【低所得者・子育て支援】	0.65	+0.4	▲5.0	→ +3.7
【税制措置(別パッケージ)】	1.00			
企業向け減税	0.73			
賃上げ促進税制拡充	0.16			
住宅ローン減税拡充	0.11			

(資料) 内閣府、各種報道を基に日本総合研究所作成  
 (注) 復興、防災・安全対策のうち8割がGDP公共投資に計上されると想定。

消費税率引き上げに伴う経済対策も含めた公共投資の増加分は消化可能である(図表16)。

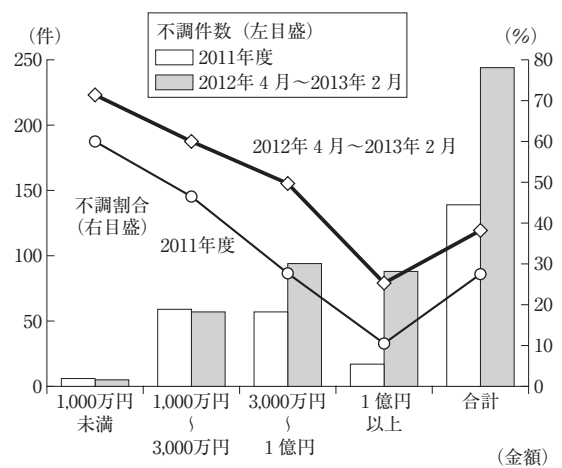
一方、モノのボトルネックについては、砂や砂利をはじめとする建設資材の在庫不足感が被災地を中心に高止まりしており、被災地以外においても2013年後半以降在庫不足感が再び高まっている。さらに懸念されるのは、建設資材や建設労働者賃金の上昇に伴う建設業者の採算悪化により、事業の着工・進捗が遅れることである。実際に、宮城県の土木工事では、2012年度の入札不調割合が、2011年度より大幅に上昇しており、とりわけ復旧・復興の進捗に影響が大きい工事金額の多い事業での不調件数が目立っている(図表17)。こうしたモノ・価格面での問題が解消されなければ、公共投資による景気浮揚効果は後ずれする可能性があり、注意が必要だろう。

(図表16) 建設業生産性から試算される名目公共投資



(資料) 内閣府、総務省などを基に日本総合研究所作成  
 (注) 建設業就業者数は、直近4四半期の平均値で横ばいと仮定。

(図表17) 宮城県土木一式工事の入札不調件数と割合



(資料) 復興庁

#### 4. 内需

このように、2014年度は消費税率の引き上げが景気を一時的に下振れさせる一方、経済対策が効果の後ずれリスクを抱えつつも下支え役となり、景気失速は回避できる見通しである。こうした状況下、景気回復力が高まるには、「政策主導」から「内需主導の自律回復」へけん引役がスムーズに移行できる

かどうかがかぎとなる。そこで、以下では内需の自律回復力について、企業部門と家計部門からそれぞれ考察し、先行きを見通す。

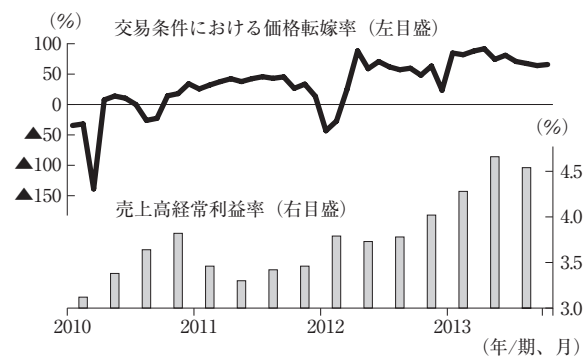
(1) 企業部門

企業部門は景気の自律回復メカニズムにおいて起点に位置づけられる。そこで企業部門を取り巻く環境をみると、まず、企業収益は売上高の増加に加えて、円安による採算改善や商品の価格転嫁継続による利益率の上昇などによって、改善が続くとみられる（図表18）。実際に、財務省「法人企業統計」ベースの経常利益は、すでにリーマン・ショック前の水準にまで回復している。

こうした収益回復は、キャッシュ・フローの面から設備投資を拡大させる要因として働く。加えて、金融機関の貸出態度についても、日銀短観の貸出態度判断DIで「緩和」超幅が拡大するなど緩和姿勢が強まっており、資金調達環境は着実に改善している。さらに、企業の設備投資に対する根強い慎重スタンスも足許で緩和に向かっている。日銀短観の生産・営業用設備判断DIをみると、製造業で設備の過剰感が薄らいでいるほか、非製造業では不足感が増大している。

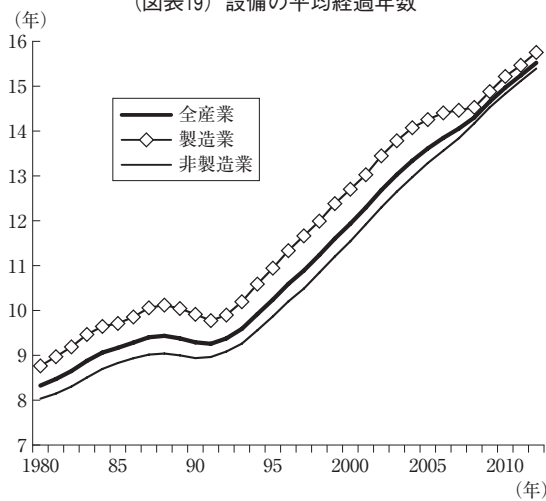
このように投資環境が改善するなか、企業が抱えている設備は老朽化が顕著になっている。資本ストックや新設投資額などを基に算出した設備の平均稼働年数（ヴィンテージ）は、製造業、非製造業ともに15年を超えており、競争力のある新製品の開発や生産性向上のためにも、更新投資の大幅な積み増しが必要な状況となっている（図表19）。さらに、資本ストック循環

(図表18) 価格転嫁率と売上高経常利益率



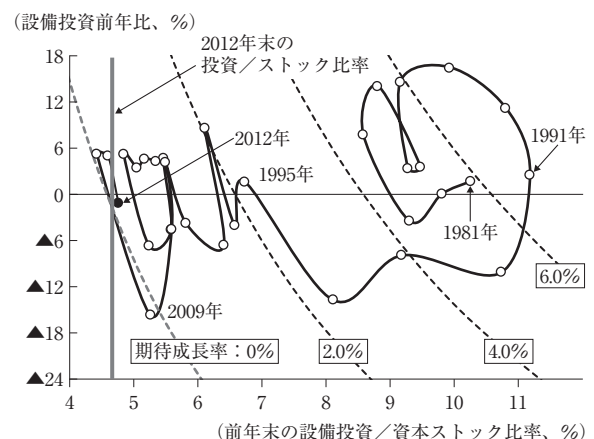
(資料) 日本銀行、財務省を基に日本総合研究所作成  
 (注1) 価格転嫁率 = 産出物価指数前年比 / 投入物価指数前年比  
 (注2) 産出額は投入額に人件費や利益を上乗せすることから、両者の金額は異なる。そのため、交易条件における価格転嫁率は、実際の価格転嫁率と乖離が生じる点に留意が必要。

(図表19) 設備の平均経過年数



(資料) 内閣府などを基に日本総合研究所作成

(図表20) 資本ストック循環図（全産業）



(資料) 内閣府を基に日本総合研究所作成  
 (注) 期待成長率ラインは、資本係数変化率・除却率の2000年代の平均を基に算出。

図でも設備投資の回復が示唆される局面にある。資本係数の変化率および除却率を2000年代平均として試算すると、直近実績値の2012年における設備投資は、ゼロ%程度の期待成長率と整合的な水準にとどまっており、今後期待成長率が上昇すれば、企業は資本ストックを積み増す必要が出てくるものと考えられる(図表20)。ちなみに、2012年末のストック水準のもとで、期待成長率が+0.5%に上昇した場合、これに見合う設備投資の伸びは+10%程度となる。

このように、企業部門を取り巻く環境が着実に改善している状況を踏まえれば、設備投資は今後増勢が強まる見込みである。

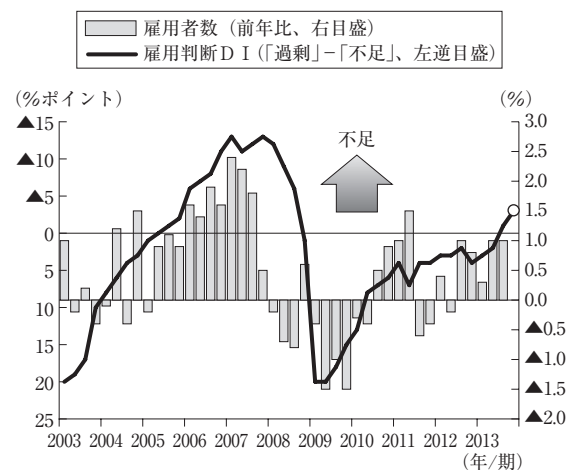
## (2) 家計部門

企業の収益回復は家計の所得面へ波及することも期待される。雇用者報酬の先行きを見通すにあたり、雇用環境と賃金環境をみても、まず、雇用環境では、日銀短観の雇用判断DIがリーマン・ショック以来の「不足」超に転じるなど、改善が続いている(図表21)。先行きは不足感がさらに強まる公算で、雇用者数は2012年以降の増勢が続く見込みである。

次に、賃金環境については、景気回復に伴い企業の生産活動が拡大するなか、残業時間の増加を通じて、所定外給与の増加が見込まれる。加えて、企業収益の改善がボーナスなど特別給与の増加にもつながるとみられる。ちなみに、企業収益と非正規雇用比率を説明変数とした賃金関数を推計すると、日銀短観の2013年度経常利益計画(大企業・全産業前年度比+13.9%)が達成された場合、2014年の夏季賞与(6月から8月の特別給与の平均額)は4年ぶりの高い伸びになると期待される(図表22)。加えて、日銀の金融緩和を背景に物価上昇が持続するなか、家計の購買力低下を回避する目的で賃上げの動きが活発化する可能性も考えられる。

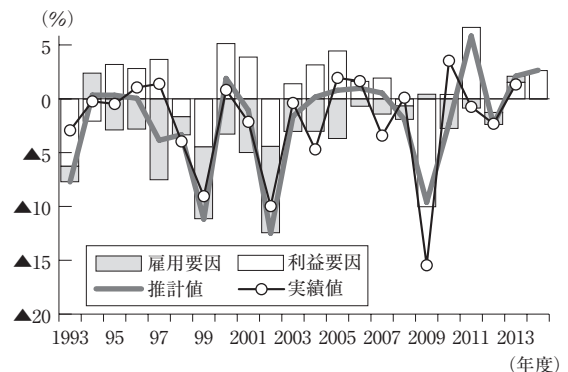
実際に、政府は政労使の三者協議を通じて、大企業を中心とした経営者に賃上げを要請しており、これに対して、経団連も賃上げ容認を示唆している。こうした状況を踏まえると、雇用者報酬は、今後も改善が続く見込みである。

(図表21) 日銀短観雇用判断DIと雇用者数



(資料) 日本銀行、総務省  
 (注1) 雇用者数は役員を除く。  
 (注2) 雇用判断DIは大企業・全産業で、自抜きは2013年9月調査における12月先行き。

(図表22) 特別給与(夏季、前年比)



(資料) 総務省、厚生労働省を基に日本総合研究所作成  
 (注1) 特別給与は、毎月勤労統計の各年6~8月の平均値前年比。  
 (注2) 推計式は、 $\ln(\text{特別給与}) = \alpha + \beta * \ln(\text{経常利益} < 1 \text{期前} >) + \gamma * \ln(\text{非正規雇用比率})$ 。自由度修正済みR<sup>2</sup>=0.943。  
 t値 36.81 4.01  
 ▲12.92  
 (注3) 2013年度の企業収益は日銀短観の計画値。2013、2014年度非正規雇用比率は2012年度実績値で横ばいと仮定。

(3) 自律回復力の力強さ

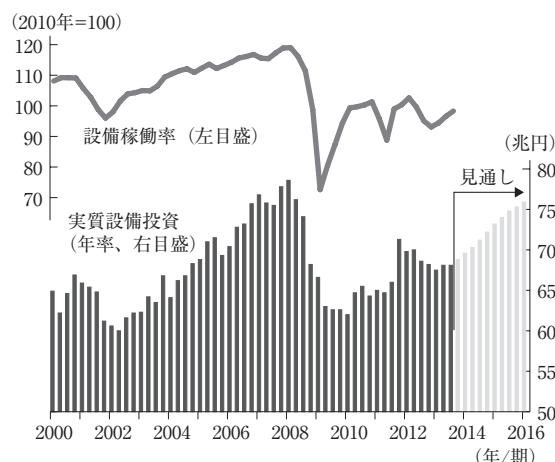
このように、企業の収益環境改善は、設備投資増、雇用人報酬増といった自律回復メカニズムの作動をもたらしている。しかしながら、内需環境はなお脆弱さが残っている。

設備投資においては、依然低水準にある設備稼働率がネックとなる（図表23）。当面は老朽化設備の更新投資が中心になるとみられ、設備投資は予測期間中もリーマン・ショック前をなお下回る水準にとどまる見込みである。能力増強を目的とした新規投資が活発化するには時間を要するだろう。

所得環境をみても、構造的な下押し圧力が残存している。まず雇用のミスマッチが挙げられる。雇用失業率と欠員率の関係を示すUV曲線を見ると、足許では労働需給が改善の方向に向かっているものの、構造的失業率は高止まりが続いている（図表24）。グローバル化や女性就業者の増加、高齢化社会の進展が、労働市場の変化をもたらしているとみられる。こうしたミスマッチが解消されなければ、雇用環境のさらなる改善に向けての重石となる恐れがある。

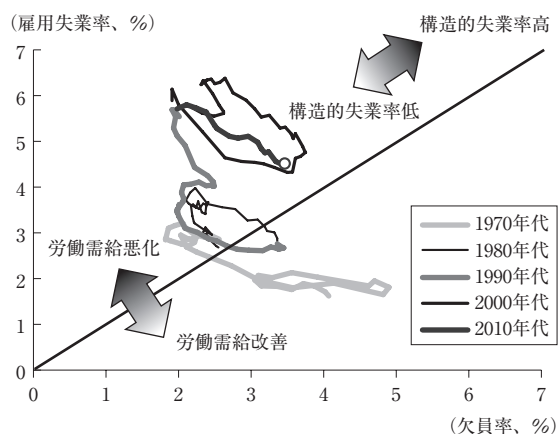
加えて、所定内給与増に対する企業の根強い慎重姿勢も挙げられる。景気循環により変化する需要不足失業率は、2015年度にかけて一段と低下すると見込まれ、需要不足失業率と所定内給与の伸びの関係を踏まえると、今後、所定内給与の上昇圧力が増大すると期待される（図表25）。もっとも、両者の相関を年代別にみると、1990年代には、需要不足失業率低下・所定内給与増といった明確な負の相関がみ

(図表23) 設備稼働率と実質設備投資（季調値）



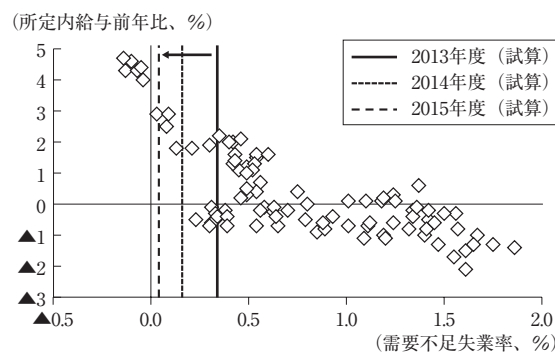
(資料) 内閣府、経済産業省などを基に日本総合研究所作成

(図表24) UV曲線



(資料) 総務省、厚生労働省  
 (注1) 雇用失業率=完全失業者数/(完全失業者数+雇用者数)  
 (注2) 欠員率=(有効求人数-就職件数)/(有効求人数-就職件数+雇用者数)  
 (注3) 白抜き○印は直近の2013年7～9月期実績値。

(図表25) 需要不足失業率と所定内給与（1991年～）



【年代別単回帰式の各係数とR2値】

	需要不足失業率	定数項	R2値
1991年～99年	▲2.90	+3.18	0.823
2000年～2009年	▲0.75	+0.15	0.363
2010年～	▲0.01	▲0.41	0.000

(資料) 総務省、厚生労働省などを基に日本総合研究所作成

られていたものの、2000年代に入るとその相関が弱まり、2010年代にはほぼ相関がみられなくなっている。これは、バブル崩壊以降の長期低迷により、企業の賃上げに対する慎重姿勢が根付いたことが背景にある。労働需給はひっ迫に向かっているものの、固定費の側面が強い所定内給与の増加に対しては、中小企業を中心に当面慎重姿勢が続くとみられる。

#### (4) カギは期待成長率

景気が本格的な自律回復局面に至るには、企業が設備投資や雇用者報酬に対してより前向きになる必要がある。そのためには、企業が期待成長率の上昇を通じて「持続的な成長」を確信することが不可欠である。実際に設備投資や雇用者報酬のカギとなる所定内給与と期待成長率の間には、高い相関が確認できる（図表26）。

期待成長率と実質GDP成長率の時差相関をみると、期待成長率は3四半期前の成長率と高い相関を有しており、景気回復が持続することによって、1年程度かけて醸成されているようである。こうした点を踏まえると、政府の成長戦略が緒に就いたばかりの現段階では、まだ期待成長率が上昇するには至っておらず、設備投資や雇用者報酬の回復を後押しする力も高まっていないといえよう。

このように、金融・財政政策による押し上げ効果により、2度の消費税率引き上げに伴うマイナス影響は吸収できるものの、引き続き内需はぜい弱さを抱えているとみるべきである。外部環境の急変によって、景気が失速するリスクがあることになお注意が必要といえる。

### 5. 物 価

アベノミクスによる景気回復とともに期待されるのが、長引くデフレからの脱却である。日銀が2013年4月に量的・質的金融緩和を実施して以降、消費者物価はエネルギーや食料品だけでなく、幅広い品目で上昇、または下げ止まりの動きがみられる。変動の激しい食料（酒類を除く）・エネルギーを除いたベース（アメリカ型コアCPI）でも10月に前年比プラスに転じており、デフレ脱却に向けた動きは着実に進展している（図表27）。

こうした背景には、マクロでみた需給バランスの改善に加えて、インフレ期待の上昇も指摘することができる。GDPギャップ（4四半期先行）とアメリカ型コアCPI上昇率の関係を示すフィリップス・カーブをみると、直近の2013年7～9月期は、1996年以降みられていた関係から上方にかい離しており、インフレ期待の上昇に伴いフィリップス・カーブが上方にシフトし始めている可能性が示唆される（図表28）。

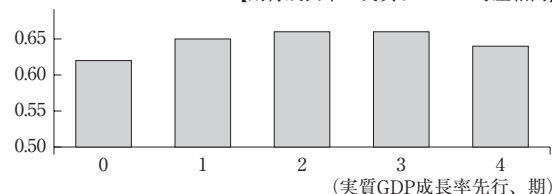
長期的にみた企業の価格設定の行動変化からは、物価は需給バランスとの結び付きが強まる方向にあ

（図表26）所定内給与および実質GDPと期待成長率との相関

【期待成長率と所定内給与との相関】

	所定内給与（30人以上）		所定内給与（5人以上）	
	相関係数	弾性値	相関係数	弾性値
期待成長率（5年後）	0.92	1.50	0.91	2.07

【期待成長率と実質GDPとの時差相関】

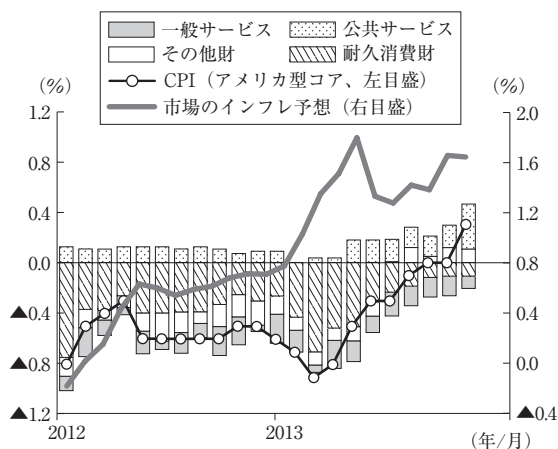


(資料) 内閣府、厚生労働省を基に日本総合研究所作成

(注1) 所定内給与に対する期待成長率の弾性値は、(期待成長率) =  $a + \beta * (\text{所定内給与})$  の単回帰から算出。

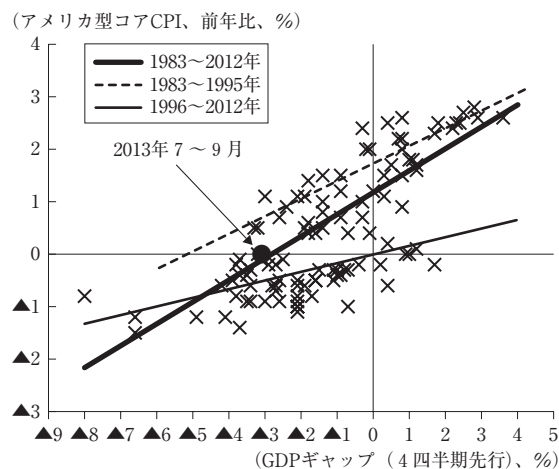
(注2) 期待成長率の時差相関は、今後5年間の実質経済成長率を四半期分割。実質GDP成長率はトレンド成分の前年比で算出。

(図表27) CPIと市場のインフレ予想 (前年比)



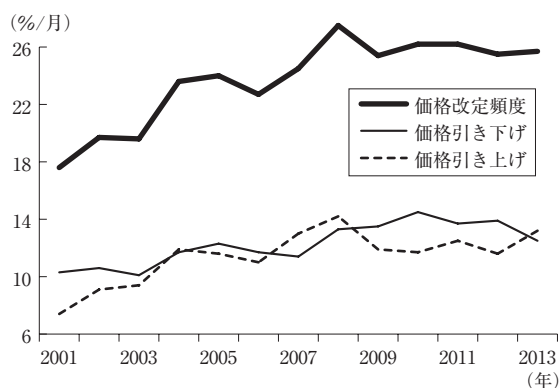
(資料) 総務省、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成  
 (注1) アメリカ型コアCPIは食料(酒類除く)およびエネルギーを除くベース。  
 (注2) 市場のインフレ予想は、第16回物価連動国債の利回り(複利)を基に算出したブレイク・オープン・インフレ率。

(図表28) フィリップス・カーブ



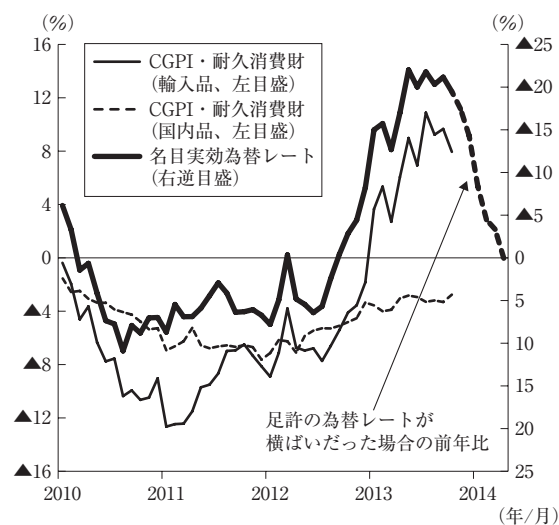
(資料) 総務省、内閣府を基に日本総合研究所作成  
 (注) アメリカ型コアCPIは食料(酒類を除く)およびエネルギーを除くベース。

(図表29) 価格改定頻度 (年平均)



(資料) 総務省を基に日本総合研究所作成  
 (注1) 小売物価統計調査をもとに、価格改定が行なわれた都市数を月毎に集計し、各品目の価格改定頻度(価格改定確率)を算出。  
 (注2) グラフは、生鮮商品、公共サービスを除いた品目毎の計測値をCPIウェイトで加重平均した計数。  
 (注3) 2013年の値は、1~9月の平均値。

(図表30) 耐久消費財価格と為替レート (前年比)



(資料) 日本銀行

る。小売物価統計調査を基に各品目の価格改定頻度を算出したところ、2000年代前半と比べて価格改定頻度が上昇していることに加えて、足許2013年(9月まで)の価格改定は引き下げよりも引き上げの頻度が上回っている(図表29)。このように、需給バランスの変化がより物価に反映されやすい状況になってきており、先行きも景気の回復に見合った物価上昇が期待できる。

もともと、足許の物価上昇ペースの加速は、円安に伴う輸入物価上昇の影響も大きい。品目別の企業物価指数をみると、エネルギーや食料品だけでなく、耐久消費財においても輸入製品の価格上昇が顕著となっており、こうした動きがアメリカ型コアCPIのプラス転換に寄与した側面も指摘できる(図表30)。2014年以降は、円安による物価上昇圧力は減衰することから、これまでみられたような物価上昇

ベースの大幅な加速は見込みにくく、日銀が掲げる「2年程度で2%の物価上昇率」の目標達成は実現困難とみられる。

## 6. 総括

### (1) 緩やかな成長が持続

以上の分析を踏まえ、アジアをはじめとする海外経済の下振れが回避できるとの前提のもと、わが国経済を展望すると、2013年度後半は、アメリカの堅調な経済成長や円安地合いを背景に、輸出の一段の悪化が回避されるなか、①緊急経済対策の着工・進捗に伴う公共投資の増勢持続、②消費税率引き上げを控えた個人消費の駆け込み需要、などを背景に成長率が加速する見通しである（図表31）。

(図表31) わが国経済・物価見通し

	2013年		2014年				2015年				2016年	(前期比年率、%、%ポイント)			
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
	(実績)	(予測)										(実績)	(予測)		
実質GDP	1.1	3.7	4.6	▲5.4	2.7	2.3	2.2	1.0	0.8	▲2.7	1.1	0.7	2.5	0.9	0.9
個人消費	0.8	3.6	6.1	▲12.5	2.7	0.9	0.8	0.8	2.7	▲6.0	1.2	1.5	2.6	▲1.0	0.4
住宅投資	11.0	8.4	▲15.5	▲23.0	▲11.9	1.0	4.5	4.9	▲5.6	▲11.9	▲6.3	5.3	5.9	▲9.7	▲1.7
設備投資	0.0	4.2	4.8	3.9	4.9	5.7	5.9	4.2	4.6	2.5	3.4	0.7	0.3	4.5	4.5
在庫投資(寄与度)	( 0.7)	(▲0.2)	(▲0.3)	( 0.3)	( 0.0)	( 0.1)	( 0.1)	(▲0.2)	(▲0.2)	( 0.1)	( 0.0)	(▲0.1)	(▲0.2)	( 0.1)	(▲0.0)
政府消費	1.0	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	1.5	1.9	0.7	0.6
公共投資	28.9	8.5	2.1	1.5	3.6	1.0	0.3	▲9.3	▲27.9	▲13.4	▲5.0	1.3	15.3	3.7	▲10.4
公的在庫(寄与度)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	( 0.0)	( 0.0)
輸出	▲2.4	7.1	7.7	6.5	5.5	5.9	5.1	4.1	3.9	3.6	3.6	▲1.2	4.2	5.9	4.4
輸入	9.2	4.5	4.4	▲6.2	3.2	2.3	2.5	2.4	2.5	▲4.5	2.6	3.8	4.1	1.4	1.6
国内民需(寄与度)	( 1.5)	( 2.8)	( 3.5)	(▲7.4)	( 2.1)	( 1.6)	( 1.6)	( 1.0)	( 1.9)	(▲3.6)	( 1.0)	( 1.1)	( 1.5)	(▲0.2)	( 0.8)
官公需(寄与度)	( 1.4)	( 0.5)	( 0.3)	( 0.2)	( 0.3)	( 0.2)	( 0.2)	(▲0.3)	(▲1.4)	(▲0.5)	(▲0.1)	( 0.3)	( 1.0)	( 0.3)	(▲0.4)
純輸出(寄与度)	(▲1.9)	( 0.3)	( 0.4)	( 2.4)	( 0.3)	( 0.6)	( 0.4)	( 0.2)	( 0.2)	( 1.7)	( 0.1)	(▲0.8)	(▲0.1)	( 0.7)	( 0.5)
															(前年同期比、%)
名目GDP	2.0	2.9	3.6	2.1	2.5	1.9	1.7	1.9	2.5	1.1	1.2	▲0.2	2.3	2.0	1.7
GDPデフレーター	▲0.3	▲0.2	0.1	1.2	1.1	1.0	1.1	▲0.1	0.8	0.9	1.2	▲0.9	▲0.2	1.1	0.7
消費者物価指数(除く生鮮)	0.7	1.0	1.0	2.9	2.8	2.8	3.0	1.1	1.2	2.6	2.6	▲0.2	0.7	2.9	1.9
(除く生鮮、消費税)	0.7	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	▲0.2	0.7	0.9	1.2
完全失業率(%)	4.0	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.6	3.6	4.3	4.0	3.8	3.7
円ドル相場(円/ドル)	99	100	101	102	103	104	105	106	107	108	109	83	100	104	108
原油輸入価格(ドル/バレル)	107	111	110	110	110	110	110	110	110	110	110	113	109	110	110

(資料) 内閣府、総務省などを基に日本総合研究所作成

(注) 2015年10月に消費税率引き上げ(8%→10%)が実施されると想定。

一方、2014年度は、消費税率引き上げに伴う駆け込みの反動減が景気下押しに作用し、4~6月期は大幅マイナス成長となる見込みである。もっとも、その後は、①消費税率引き上げに備えた経済対策の着工・進捗による公共投資の押し上げ、②企業向け減税や家計支援による内需の下支え、③堅調なアメリカ景気や日銀の金融緩和などを通じた円安による輸出環境のさらなる改善、などを背景に成長軌道に復帰する見通しである。

2015年度は、消費税率引き上げに備えた経済対策の着工・進捗はピークアウトし、公共投資は減少に転じる見込みである。もっとも、減税などもあって企業部門が堅調を維持するほか、家計部門において

も所得・雇用環境が緩やかに改善するとみられることから、景気の自律回復メカニズムは作動し続ける見通しである。

その結果、2013年度の実質成長率は、アベノミクスによるプラス効果が集中し、内需を中心に景気を押し上げることで+2%台半ばの高めの成長となる見込みである。2014年度は、消費税率引き上げの反動減により民需が減少するものの、官公需の下支えと外需の回復が景気を下支えし、2015年度は、政策効果のはく落で官公需が減少する一方、外需と民需が底堅く推移する見込みである。そのため、消費税率が引き上げられるなかでも、2014年度、2015年度ともに+1%程度の成長率を達成すると予想される。

なお、政府は2015年10月に消費税率を8%から10%に引き上げる予定であるが、①景気回復基調は維持されており、緩慢ながらも自律回復メカニズムが作動していること、②財政再建の必要性、③企業部門や金融面で消費増税に対する耐性が高まっていること、などを勘案すれば、予定通り実施することが妥当と判断し、本予測にも反映させている。

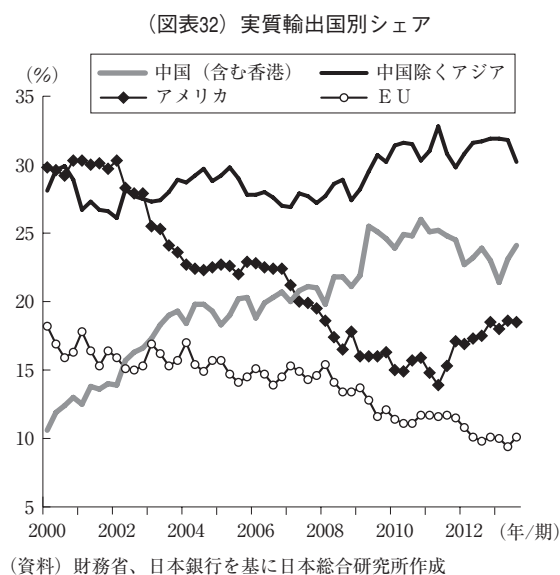
## (2) 景気下振れリスク

以上のようにわが国経済は、アベノミクスや消費税率の引き上げにより成長率は大きく変動するものの、均してみれば実質+1%程度の成長ペースが続くとみられる。景気回復のパターンも「政策効果」によるものから、「自律回復メカニズムの作動」によるものへと徐々に移行していく見通しである。

もっとも、アベノミクスの本丸である第3の矢（民間投資を喚起する成長戦略）は道半ばであり、その実行と効果の顕現化による期待成長率の上昇が未だみられないなか、景気の力強い回復までにはなお時間を要する見通しである。こうした状況下、わが国では、外的ショックによる景気下振れリスクが根強く残っている。以下では、想定されるリスクとして3点を挙げる。

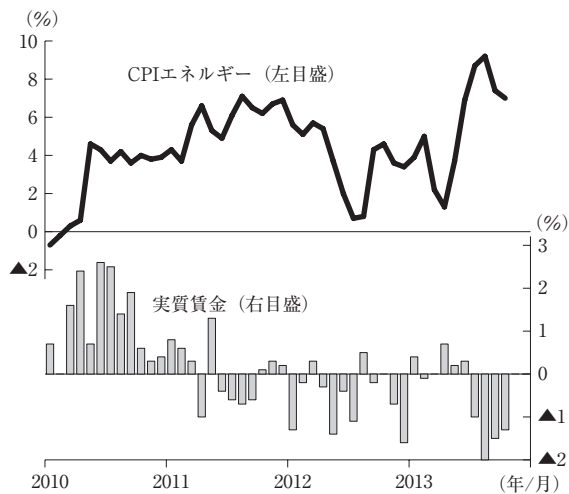
第1に、「海外景気の失速」である。アジア新興国は、リーマン・ショック後の先進国での積極的な金融緩和をきっかけに大量に流入したマネーが景気を下支えた一方、構造改革は遅れ気味であり、国内の経済、および産業構造は依然ぜい弱な状況にある。こうした状況下、アメリカの金融緩和縮小を背景にマネーフローが逆流すれば、新興国景気が下振れる恐れがある。わが国からアジアへの輸出金額のシェアは5割超と高水準にあることから、新興国で景気が失速した場合、無視できないマイナス影響が顕在化する可能性もある（図表32）。

第2に、「エネルギー価格の急騰」である。日銀の金融緩和を背景にエネルギー価格は2013年春以降大幅に上昇している（図表33）。今後も、アメリカの金融緩和縮小や日銀の追加金融緩和の可能性により、円相場の下振れ圧力は残存しており、エネルギー価格がさらに上昇する可能性は否定できない。その場合、企業のコスト増大により収益



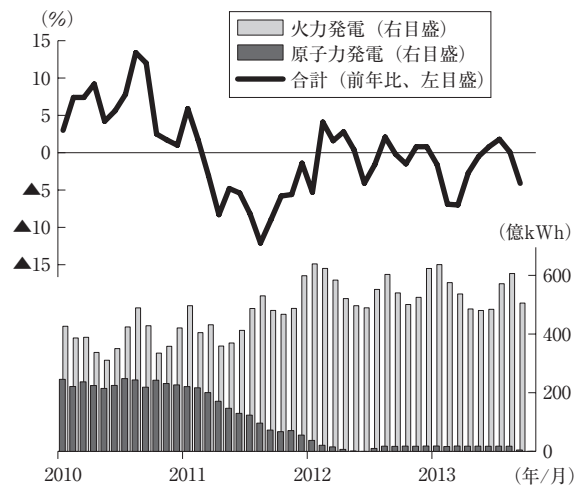


(図表33) CPIエネルギーと実質賃金 (前年比)



(資料) 総務省、厚生労働省

(図表34) 電力供給量



(資料) 資源エネルギー庁  
(注) 沖縄電力を除く9電力ベース。

を圧迫するほか、家計においても購買力の低下を通じて個人消費が冷え込む恐れがある。

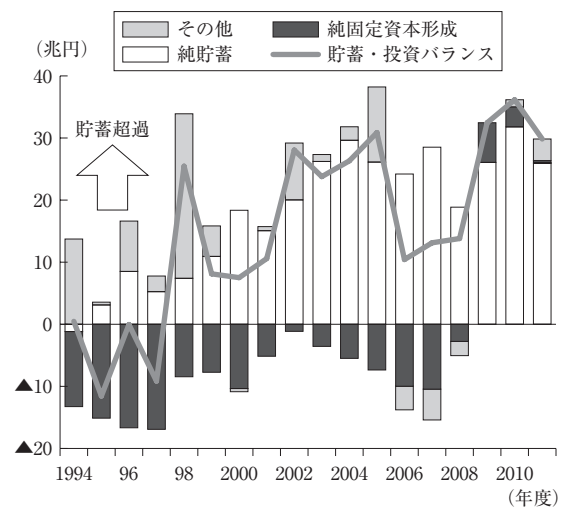
第3に、「電力不足」である。関西電力大飯原子力発電所の定期検査による運転停止を受けて、国内の原子力発電は足許で2012年6月以来のゼロとなっている。震災以降、わが国では原子力発電に代わり火力発電のシェアが高まったものの、その発電能力は限界に近く、供給面では綱渡りの状況が続いている(図表34)。一方、需要面では景気回復に連動して今後拡大傾向をたどる見込みで、予定されている原子力発電所の再稼働の遅れなどにより、電力需給バランスはひっ迫に向かう恐れもある。電力不足が深刻化した場合、わが国の中長期的な景気拡大の制約要因となるのは避けられない。

### (3) 官とともに求められる民の改革と実行力

このように、景気の下振れリスクがなお残存するなか、わが国は難しい経済運営を余儀なくされることとなる。財政出動の余力も限界にあることから、政府による成長戦略の着実な実行と、一段の積極化が急がれる。

こうした状況下、企業部門の貯蓄・投資バランスに目を向けると、わが国企業はバブル崩壊後に生じた過剰投資を解消した後も設備投資への慎重姿勢を堅持した結果、1998年度以降大幅な「貯蓄超過」の状況が続いている(図表35)。自律回復メカニズムが力強く作動するには、起点となる企業部門の活動が活発化し、この余剰資金が投資に振り向けられることが不可欠である。

(図表35) 企業部門の貯蓄・投資バランス



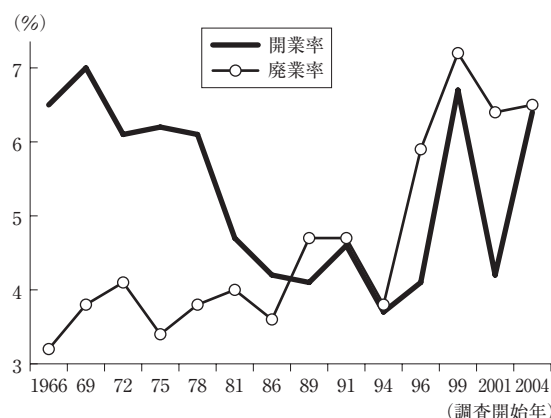
(資料) 内閣府

その実現に向けて、政府においては、経済界からの要望が多い法人税率の引き下げや規制改革への取り組みによって、企業負担を軽減するほか新規需要を創出することが欠かせない。加えて、家計への所得分配の促進という観点においては、政労使三者協議における雇用改革（賃金の生産性基準原理の復活、雇用の流動化促進など）や、雇用のミスマッチ解消などが求められる。さらに、アベノミクスの恩恵は大都市・大企業が先行しているとの指摘もあることから、回復の遅れが目立つ地方や中小企業にそのプラス効果を力強く波及させることも重要である。例として、新たに起業し

やすい環境を整備し、国際的にみても低い開業率を高めることによって、わが国企業の新陳代謝を促進することや、賃上げの動きを中小企業にも広げるために大企業と比べて低水準にある労働生産性の向上を図るといった面で、政府によるきめ細やかな支援が求められる（図表36）。

こうした政府による政策支援だけでなく、企業においても将来を見越した自己改革に取り組むことが、今後はますます求められることとなろう。グローバル化の進展により、世界経済は常に変化を続け、近年はそのスピードも以前と比べて速まっている。わが国企業は、こうした環境変化を先取りして事業計画を見直し、成長モデルの創出・転換を不断に進めていくことが不可欠である。

（図表36）開業率と廃業率（事業所ベース）



（資料）中小企業庁

（注）調査期間は各調査時によって異なる（平均調査月数＝35カ月）。

副主任研究員 下田 裕介

(2013. 12. 11)